



TITLE:

# アジアの成長目的と為替金融安定化政策(1)ー調整可能な合成通貨制度の活用ー

AUTHOR(S):

砂村, 賢

---

CITATION:

砂村, 賢. アジアの成長目的と為替金融安定化政策(1)ー調整可能な合成通貨制度の活用ー. 経済論叢 1998, 162(2): 1-27

ISSUE DATE:

1998-08

URL:

<https://doi.org/10.14989/45230>

RIGHT:

# 經濟論叢

第 162 卷 第 2 号

---

アジアの成長目的と為替金融安定化政策（1）…砂 村 賢 1

国際比較からみた韓国の  
自動車流通販売システム（2）……………權 赫 基 28

外部不経済と都市の開発形態……………鄭 炳 潤 44

日本の銀行における X 非効率性の評価……………李 珉 煥 64

非死亡リスクを組み入れた費用効果分析（2）…岸 本 充 生 84

---

平成10年 8 月

京都大學經濟學會

## アジアの成長目的と為替金融安定化政策(1)

——調整可能な合成通貨制度の活用——

*"Profits are the lifeblood of the economic system, the magic elixir upon which progress and all good things depend ultimately. But one man's lifeblood is another man's cancer." . . . . . Paul Samuelson*

砂 村 賢

### 論 題 の 視 点

1997年来の東アジア一連の通貨危機は、数多くの教訓を遺すとともに理論的、政策的、制度面で対応すべき重要な課題を与えている。問題の本質は米ドル本位制下の途上国資本自由化と成長通貨を仲介するアジア金融市場のシステム構造にある。本稿では、第一に、アジアの成長目的に相応しい為替相場制度として具体的に如何なる仕組みが有効であり得るか、第二に、現状の国際資本移動を前提とした場合、途上国内金融市場成立の条件は何か、第三に、域内商慣行体質と情報、信用評価は国際市場との交流では制度的に如何に調整され得るか、第四に、ユーロ通貨登場に伴う国際金融市場の変容に対応した域内システムと投融资活性化に果たすべき日本の役割は奈辺にあり得るか、を念頭に主として政策論的立場から normative に考えて見たい。

結論的に政策対応の基本方向を示せば三点に集約出来よう、

- (A) 国際資本市場と途上国金融市場との質的格差は、特に情報、技術力、金融資産、制度信用面で大きく、内外市場の金融調整には、為替銀行主義、持高規制、流動資産の多様化、緊急有事の際の非居住者勘定の管理法等、システム上の有効な工夫が配慮され得る。
- (B) 71年以来 *de facto* の国際通貨であるドル等、特定通貨との連動性は、

当該国の経済政策、就中、金利為替相場政策次第で途上国の成長を制約する要因となり得る。ドル安円高がドル高円安に転じた為、アジアの経常収支と債務負担は過大となった。ドル、ユーロ、円等経済力の大きい通貨国に対し、途上国は中期的成長政策の観点から自国相場安定化のため、三通貨のバランスを仕組んだ価値基準をアンカーとして活用するのが、変動相場制下での対応能力を高める。貿易投融資面でのメリットと最後の貸し手等の便益を戦略的に考慮した合成通貨で相場表示を行い、状況に応じ一通貨のウェイト付けを調整し得る通貨選択特権を活用する (Adjustable Basket System)。各国の合成バスケット通貨で円の比重が高まることは円の国際化を意味する。

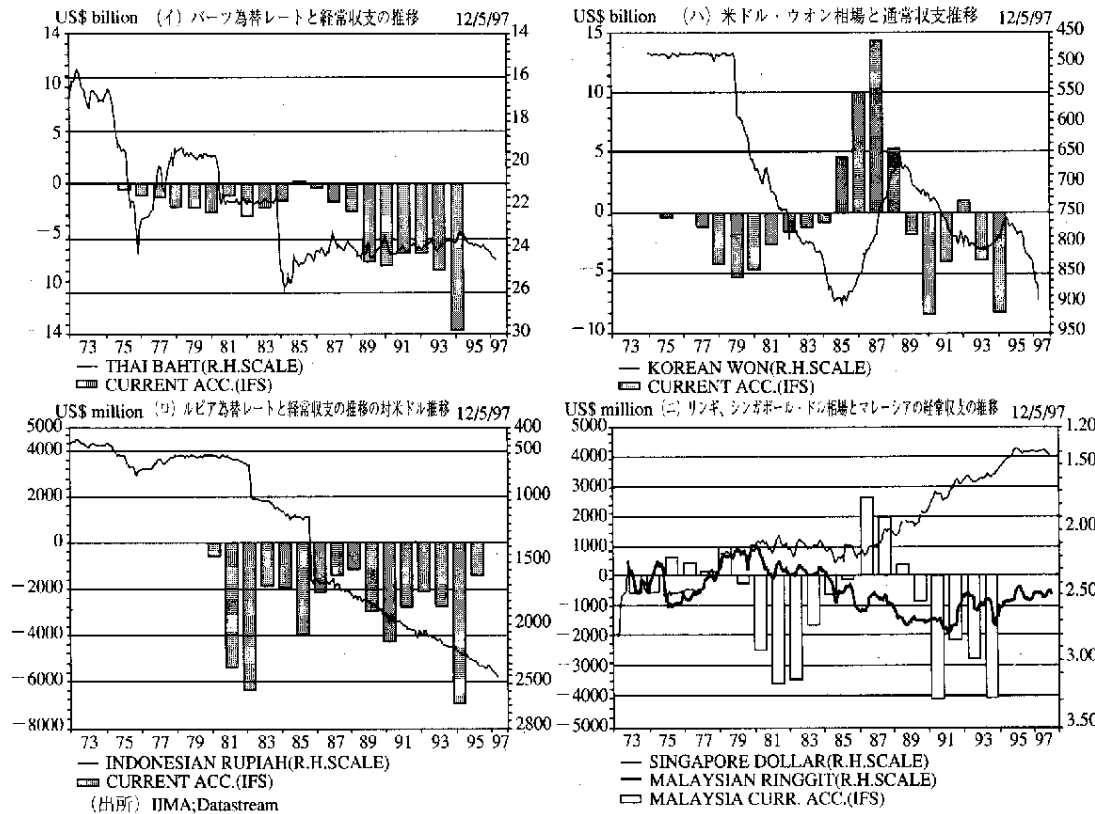
- (C) 貿易などの経常決済は業者間の金融便宜次第で如何なる通貨が使用されても差し支えなく、個別通貨との市場相場は需給により自由に変動して良い。途上国通貨相場は三通貨間の変動の上に相対的安定が得られる。その上、三通貨中心の中長期債券が固定金利で発行されれば、短資の移動は国内流動資産かこの多通貨債券の流通価格、乃至利回りに表れ、政策対応は比較的容易となる。

#### I 危機発生の基本要因

ここでは危機発生を通常の民間金融市場の問題と認識し、sovereignの累積債務や基軸通貨に内在する問題点に深くは入らない。既にIMF等我が国でも数多くの分析報告と提案もなされているが、先ずは、国際市場から見たこの地域に共通の基本要素をマクロ経済、制度システム、商慣行体質の観点から整理しておくことは、具体的、且つ有効な政策立案には不可欠と考える。

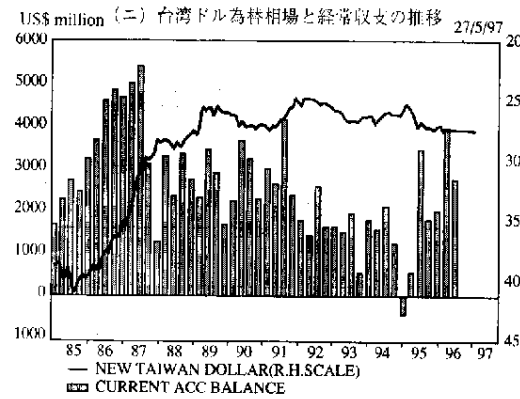
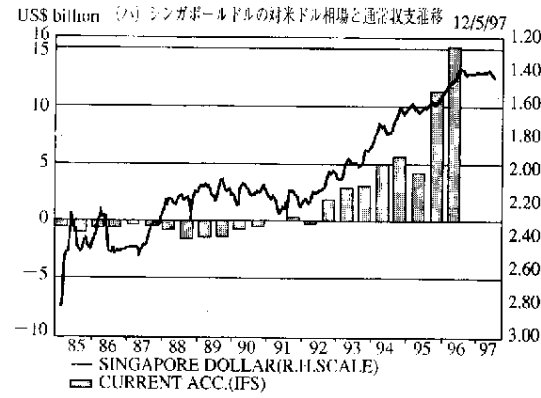
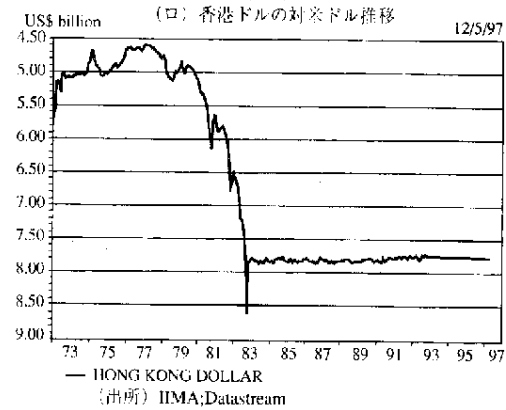
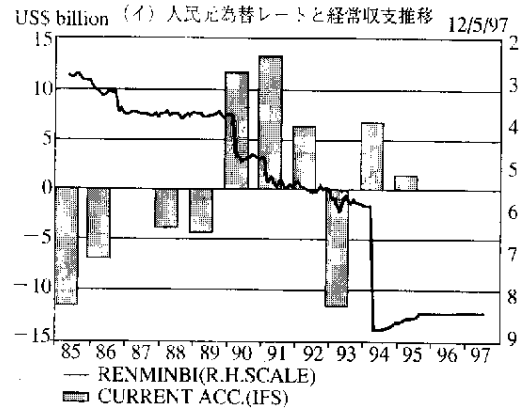
マクロ的には、(イ) 経常収支の赤字 (第一図(A)) は余分な迄の外貨資金の取り入れて補填されて来ており (図(C))、インフレ圧力を高め乍ら相場は割高に維持される結果、輸出競争力も弱め、切り下げるか、更に外貨資金を取り入れなければならない状態が続いていた。NIEs 3 では韓国、ASEAN 5 のうちシ

第一図 為替レートと経常収支 (A)

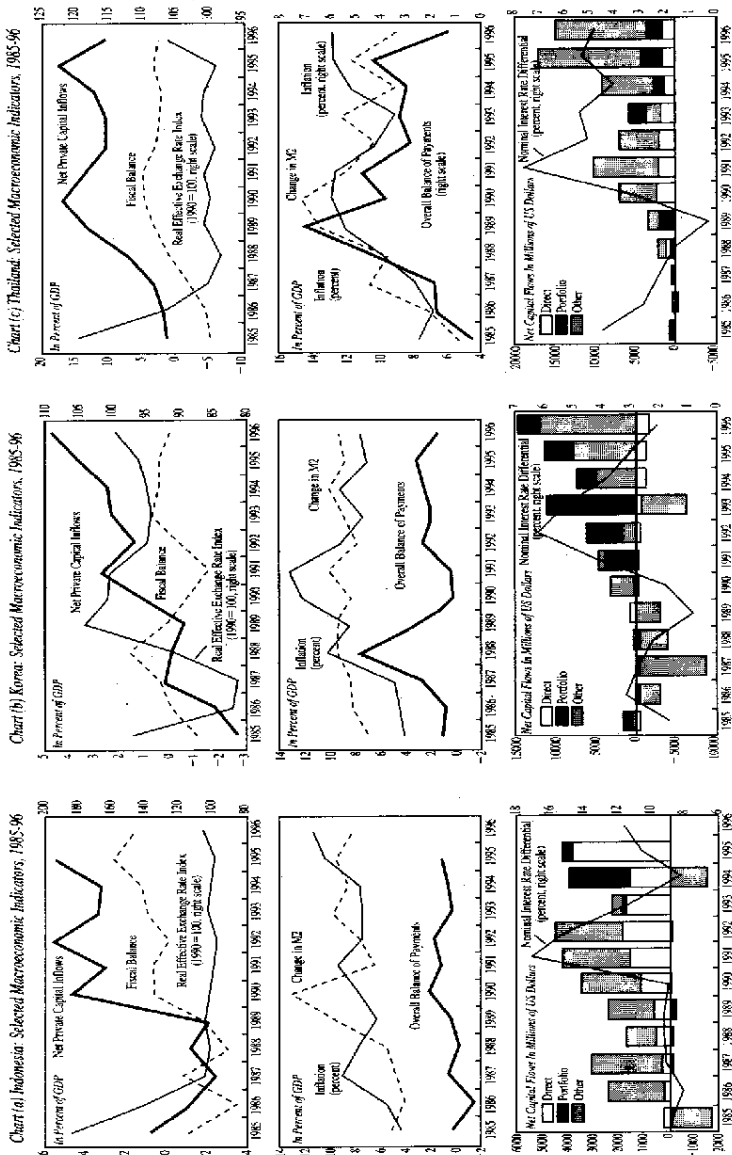


アジアの成長目的と為替金融安定化政策 (1)

第一図 為替レートと経常収支 (B)



第一図：アジア三国のマクロ経済主要指標 (C)



(data: IMF Working Paper #97/157, p.21, 26.2)

ンガポールを除く4ヶ国がいずれも経常赤字を累積し、とりわけインドネシア、タイ、フィリピン、韓国では近年短期性資金の取り入れが巨額で、直近では資金の調達も民間 credit lines の限度で思うにまかせず、変動相場制への移行を余儀なくされ、実質大幅な切り下げとなった。インドネシアは1978年11月にバスケット相場制に移行したと言うが、実質的にはドル・ベッグ制で83年3月、86年9月と切り下げ、その直後2年位は輸出は伸張するものの、更にインフレが続き競争力を失って、切り下げを繰り返すと言う政策が続いている実態に注目したい。

(四) 流入短期性資金の多くは、現地企業との取引を拡大を志向する欧米銀等の融資と90年代に入りとみに顕著となった米系投信を中心とする新興市場向け国際分散投資が主体である(第一図(C))。実質的にドル・ベッグ(85%)に近く、且つ内外金利差の大きいタイへの銀行融資が、BIBF等のオフ・ショア市場を通じ積極的に行われるインセンティブは十分にあった。金融市場機能が未熟な状態で1988年来金融自由化を進めたインドネシアでも事情はほぼ同じである。外貨借入れはそれが生産目的、就中、輸出工業向けに使用が限定されて居れば返済見込みもあり得るが、固定為替相場制度での不動産や証券投資向け流入は、単に為替相場を割高に維持し、国内流動性を過剰にしてインフレ要因となり、経常収支も悪化させ、資金返済見込み、為替の割高、信用リスクが感知されて、短期貸付金が急速回収される時には、外貨資金は一挙に逆転して、株式市場でも一気に売りを引き起こし、ドルへの転換で為替相場の下げを加速 overshoot し、良く見られる通貨危機を招来するのである<sup>1)</sup>。この経常収支と

1) 通貨危機による傷跡の特に厳しい三国、インドネシア、韓国、タイについては、第一図(C)に示されているように、民間資金取り入れが1990年以降内外金利差も反映し、特に大きく、 $M_2$ はGDPの4-10%にも激増、インフレ率も高水準で、ルビア、ウォンは適宜為替の調整を必要としており(第一図(A))、タイもその時期に来ていたことが伺われる。カネの動きは、モノ作りやヒトの移動に比べると極めて敏速であり、金利差、情報力、金融技術方面での格差を見込んで、短期、且つ過剰に資金を稼働することで大きく利得を生み出しやすい。市場資金の配分効率は、製造能力、労働移動に比べて、短期に、量的に過激にオーバー・シュートすることで達成し易く、グローバル市場では市場間技術格差の点で、劣位にあるローカル市場には大きな破壊力となり得る。但し金利急変の見込み違いや中長期債券等の裁定取り引きが活発な市場では、投機資金はノ



資本流出入、及び外貨準備、マクロ政策面での関係式は、基本的には、IMF40 年来の monetary model (Polak [1997]) でも十分に説明可能とされるが、その適用の限界も認識されねばならない<sup>2)</sup>。

(イ) アジアの過去の「奇跡的」成長については、世界銀行の分析報告(1993 年)はあるが、73年以降のドル安円高過程での日米への輸出増進に依る工業化の成果は極めて大きい。逆に近年のドル高円安の状況は輸出不振の背景となっていて、これに NIEs 3 や ASEAN 4 が対米輸出で競合品目の多い中国元の89 年来の切り下げ効果が重なって、NIEs, ASEAN 4 の競争力は一段の低下を余儀なくされている(第一表)。94年1月の中国元33.3%の切り下げは直接的に

コスト面から限界に直面し、大きく失敗する事も多い。米系富裕層の私募投信としてオフ・ショア市場を拠点にするヘッジ・ファンドは、Global, Macro, Market-neutral, Event-driven, Sector, Short sales, Long only, Funds of funds 等、Investment Style としては八種類あり、IMF (No. 166, May, 1998) によれば数も1115、資産も1096億ドルと推計されているが、実際には4000億ドル以上、資産も3000億ドルを超えると市場筋では言われている。資産担保をデコに10-100倍もの銀行借入れをオフショア市場で行い、新興市場でのオプション実行や短期運用を大きくすれば市場恐慌の途上国には破壊的影響を及ぼす。投機は通常、市場での先見的评价を發揮する点で均衡化要因であるが、大量、急激、且つ一方での動きは破壊的要因となる。途上国の場合、非居住者の現地預金残高については情報を開示させ、準備預金率の対象にして良い。アジア地域の主要な投資家である華僑も資産保護に走る事で当然連鎖に拍車を掛ける。

途上国としては自国金融市場の適正な流動性を大幅に上回る短期性外貨資金の急激な出入りに対して、通常は為銀を通じるポジション規制、不胎化政策、法定準備率、及び空売り証拠金率の引き上げ等による取り引きコストの引き上げで対応し、より重要な政策はやはりマクロ経済の健全性維持と日常における中長期成長資金の確保にある。

2) Jacques J. Polak [1997] は IMF monetary model として次式のように説明している：

$\Delta M_0 = k \Delta Y$  (1) 通貨供給の変化は所得増分と貨幣回転率の逆数に比例する ( $k = M_0/Y$ )。

$\Delta M = m Y$  (2) 輸入需要は国民所得に対する限界輸入性向の函数として示される。

$\Delta M_0 = \Delta R + \Delta D$  (3) 通貨供給の変化は、外貨準備 ( $R$ ) 増減と銀行部門の信用供与 ( $D$ ) 変化分に比例すると定義される。

$\Delta R = X - M + K$  (4) 外貨準備の変化 ( $\Delta R$ ) は定義上、輸出マイナス輸入プラス非銀行部門への資本純流入 ( $K$ ) である。

これは固定為替相場制を想定したモデルで、資本の自由化、資本市場の統合化、為替相場の自由変動を予想していないので、少なくとも内外金利差と相場の変動要因を考慮する必要がある。

ベッグ制下では借入れ能力の拡充と変動幅拡大により内外資金調整能力を高め得るが、経常収支、財政赤字、インフレ率などファンダメンタルズの健全化なくしてはこれにも限界があり、いずれは *ex-ante* に、基本的な相場調整を要するタイミングが訪れる。更に為替相場の絶えざる急激な変動は国内の生産的民間投資を抑制する要因となる点への配慮が必要となる。為替相場政策では、短期の流動性調整、経常収支の適正化、及び中長期の相場安定と成長通貨の適正な供給確保が、不可欠の視点である。

第一表 米日欧市場におけるアジア主要国の輸出シェア

	Export Shares of Selected Asian Countries in the U. S. Market: Data for Industries						Export Shares of Selected Asian Countries in the Japan Market		
	Industry 213 (computers, peripherals and semiconductors)			Industry 400 (apparel, footwear and household products)			(1)	(2)	(3)
Country	1989	1993	1996	1989	1993	1996	1989	1993	1996
Greater China	7	7	8	36	55	60	23	29	35
China	0	3	5	18	41	47	19	27	33
HK	7	4	3	18	14	13	4	2	2
NIEs	72	68	65	52	26	17	40	33	31
Korea	21	16	18	27	13	7	20	15	13
Singapore	31	29	28	3	2	1	5	5	6
Taiwan	20	23	19	22	11	9	15	13	12
ASEAN-4	21	25	27	12	19	23	37	38	34
Indonesia	0	0	1	3	6	8	19	16	12
Malaysia	12	15	15	2	3	4	9	10	10
Philippines	4	4	6	3	5	5	3	3	4
Thailand	5	6	5	4	5	6	6	9	8
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Export Shares of Selected Asian Countries in European Markets

Country	France			Germany		
	1989	1993	1996	1989	1993	1996
Greater China	31	38	39	36	40	40
NIEs	46	36	35	42	37	35
ASEAN-4	23	26	26	22	23	25
Total	100	100	100	100	100	100

Country	Italy			United Kingdom		
	1989	1993	1996	1989	1993	1996
Greater China	37	41	50	34	37	34
NIEs	43	31	26	45	36	36
ASEAN-4	20	28	24	21	27	30
Total	100	100	100	100	100	100

(出所) FRS: IFDP, No. 604, March 1998, p. 36, 37, 38.

はアジア諸国の輸出力に影響を与えていないとは見られるが (Fernald, Edison & Loungani [1998]), 89年から93年にわたる変動的切下げ効果による90年以降の持続的な輸出成長と (第二図) と経常収支の大幅黒字の背景 (第一図 (B)(1)) を過小評価してはならない。94年の時点では中国は経常取引の8割近くを自由化して来ており、旧固定相場での取引部分は2割程度になっていたと見られるので実質的切下げ効果は凡そ6%程度と推定され得る<sup>3)</sup>。

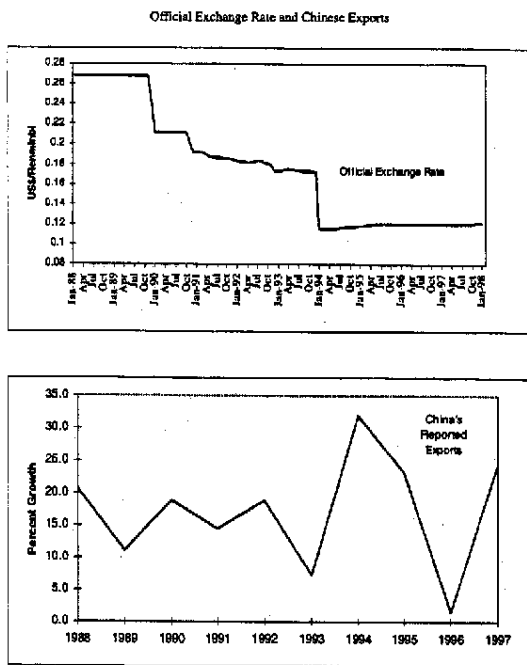
制度システム要因としては、(二) アジアでの企業金融の太宗が元米銀行 (間接) 融資を主体としている点が挙げられる。通常は個人ベースの情報と人的信用力に依存した貸し出しが多く、融資限度、審査基準、会計担保制度、情報開示、破産手続等も欧米とは異なる。社債株式等の発行条件も不備で、金利動向のシグナルとなる証券資産価格の表示も流通市場では少数銘柄に限定され、一部の情報に市場が混乱することも従来から多い。

(三) 銀行の債権債務ポジションの面では通常の Prudential Banking Regulation や BIS accord も満たし得ない金融機関までが外貨の短期借り、国内向け実質長期融資に収益機会を見出し、期間構造のみならず為替リスクの債権債務ミスマッチを拡大、タイ (96-97年)、フィリピン (80年代) 等では中央銀行が先物外貨売りに介入、又は保証して、ネットでの外貨準備ポジションを悪化させていたことが判明している<sup>4)</sup>。

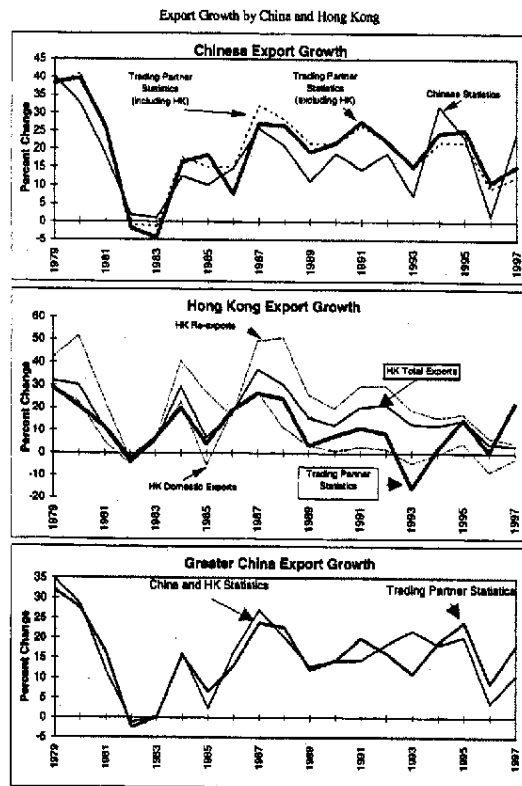
3) 最近の円安を理由に元の切り下げが仄めかされたりしているが、対米輸出品目で日本と競合する側面は極めて少なく、むしろ中国が必要とする日本からの資本財の輸入が割安になり、かつて円高局面では円借款の元利返済負担が大きくなりすぎる等と不満を漏らしていた中国にとっては、むしろ返済も有利になる等メリットの方が大きい。やはり近隣アジア諸国やロシアとの為替切下げ競争を重商主義的に意識したものとして、IMF、WTO による適切な事前の指導力が期待される。為替相場については、途上国従来のように貿易黒字のための商業貿易上の判断に加え、対外債務、及び中長期産業成長政策の側面から理解されねばならない。元の切り下げは外貨債務の多い航空会社や対外資本取引の自由化、金融市場の開放、国有企業の民営化等の見通しと併せ決定すべき問題である。仮にせよ、アジア諸国が例えば95年頃に円リンクに切り替えて居れば事態はかなり異なっていたと推測されよう。

4) タイでは1998年4月元総裁の Nukul Prachuabmoh による調査報告も出され、過剰な資本流入を抑制出来なかった中央銀行の通貨政策、破綻銀行やファイナンス・カンパニーへの支援策、600億ドルもバースト防衛に費やした責任が指摘されている。特に1996年5月実質倒産の Bangkok Bank of Commerce (BBC) については政治関係の責任よりは、Bank of Thailand (BoT) の銀ノ

第二図 中国の輸出成長と為替相場の推移



(出所) FRS: IFDP, No. 604, March 1998, p. 41, 43.



(ハ) アジア新興国の多くは貿易自由化と米ドル安円高の潮流を捉え輸出を拡大し、その恩恵を大いに享受して来たため、IMF 指導の資本取引自由化についても、市場機能と金融技術の未熟にも拘わらず、伝統的に有効だった自国の為替管理法や情報収集手段及び外貨準備、資本、信用能力等を越えた手順 sequencing で全面的に実施して来た。この経緯について、短期性の非居住者勘定の運用目的や流れを中心に点検の要がある<sup>5)</sup>。

商慣行体質や金銭概念は、上記制度の問題と不可分の側面も強いが、(ト) アジア地域内貿易投融资の拡大は、元々 NIES や華僑資本の先導によるところが大きく、日米資本や技術とも結びつき今や産業資本的役割を担い、域内取引の凡そ半分を占めるに至っている。今後ともこの地域の発展とビジネス拡大にはその人的、情報の network は不可欠であろう。近年その商業資本的性格から長期企業投資家への転換例は数多く見られるが、本質的に個人資産の拡大に何より俊敏で多国籍企業に脱皮し難い文化体質を持って居ることも事実で、私的情報、特に政変と信用不安に敏感、米系投信の動静から地域政府腐敗の構造にも熟知して居る。その経済行動には血縁地縁の関係で域内伝搬性が強い。

(チ) 国内工業投資に適正な技術力にしても、マレーシアが外国大手資本の直接投資を積極的に活用、台湾は中小企業主体に對外借入に頼らず、自己資本と技術向上中心に先進国市場からの受託生産、ニッチ市場分野を開拓、韓国は

5) 行監督権取り上げまでが言及されている。他方で緊急引き締め政策により GDP の 7% に近かった経常収支の赤字も減少を見せていたので IMF も満足していたが、'97年5月硬直的為替相場を 10-15% 程度切り下げるべき勧告は受け入れられず、7月2日までに 230 億ドルをバツ防衛に費やしたとされる。実態は非居住者投機筋向け貸付も制限、バツ売りドル買いは直物に限る等して投機コストを高めていたので、バツ先売りをしてきた投機筋は6月までには 10-15 億ドルの損失を蒙ったとされているが、BoT も外貨先売りポジションを大きく積み上げて来ていて、5月には市場介入も限度に来ていたと報告されている (IMF, *World Economic and Financial Survey*, Chapter 4, International Capital Markets, 1997)。

5) 短資の流出入に対する為替管理規制では、就中、非居住者預金、銀行ライセンス、為銀主義、両替商等の扱いの違いがその良い例である。そこには外資に絡む歴史と文化的要素が元々浸透反映している。英国流の管理法とこれに近い精神の日本流は、IMF 又は米国流エコノミストの自由化措置、手順、効果とは異なることは、インドネシア及びタイ (それに92年来のロシア) で証明されたとも言うべきかも知れない。今後、種々なる形で登場し得る money laundering への対応も非居住者資金の管理の視点から制度システムの問題として捉える事が望ましい。

政府主導の産業政策の一端を chaebol に担わせ資金の優先配分も行い、タイは中小加工技術と資本の導入で産業基盤を固めて来るなど、国毎の体質、特色が見られる。

(ウ) 企業家精神としても基本的に個人信用に根ざしており、cronyism や nepotism 等の仲間内、縁故主義が民間投資の基盤となっていること自体は原始的蓄積の過程ではある程度はやむを得ぬ側面はあるが、市場での資金調達、会計制度、或いは信用保証、担保状況には、最低必要な情報開示がルール化されねばならない。不動産取引や株式投資にローカル性が顕著に出るのはいずれの国でも同様である。特に華僑の資本蓄積で成功度の高いビジネスの中心は不動産で香港、シンガポール、タイにその例が多い<sup>9)</sup>。経済成長過程での資金配分効率からみてもこれは十分に融資限度規制の対象になり得る。

(エ) 資金余剰下で特に生産的新投資機会の欠如する状況で資金が不動産株式市場に流れ易いのはいずれの国でも同様である。特に外資の大量流入や為替が明らかに割高の場合に国内生産能力が過剰、且つ資金の不胎化政策手段に乏しく、国際金融市場での投資分散多様化や金融仲介機能に欠ける市場では、国内株式や不動産投資への熱気は過剰に高まる。laissez faire 体制の香港は伝統的に内外資金の出入りが活発で株式不動産の値動きも激しいのが特色であるが、83年10月1米ドル=7.8香港ドルに固定して実質 currency board system を採用、内外金融を自動調整させるシステムで香港ドルの安定化を図ってきた。シンガポール、スイス、ルクセンブルグ等の小国開放経済では外貨資金の ALM (Assets and Liabilities Management) と仲介機能に優れて居り、ロンドン、ニューヨーク両市場では投資物件の多様性にも恵まれていて、余剰な外国資金

6) ただタイの場合、70年代末乱立のノン・バンクが、証券市場での行詰まり打開を、外国直接投資 (FDI) プームに湧いた80年代、不動産市場に求め、偶々 IMF 指導の下、91年4月急速自由化された資本取引措置と、93年創設のオフ・ショア市場 BIBF でのビジネス拡大の機会を狙っていた外銀からの外貨資金取入れが容易になった背景がある。しかし固定相場の高騰を感じた投機筋によるパーツ先売りと、信用リスクを感じた外銀が、急遽融資繰り延べに消極的になったことが危機加速の要因になった。不動産融資を短期変動金利での外貨借入れに依存するほど大きな市場、為替、信用リスクは余りない。極めてローカルな性格を露呈したものである。

が国内金融市場状況次第で内外にバランス良く分散回転している状況では、通貨投機も外国の限界的市場に転移され得る<sup>7)</sup>。

## II 学習効果と対策の基本

通貨危機は以上の様に多くの基本的な教訓を遺して居る。マクロ経済政策の失敗の背景は何か、IMFによる定期的 surveillance や指導は何故こういう事態にこそ役立たないのか、途上国の脆弱な金融機能や銀行経営、為替管理の自由化に必要な市場機能整備と制度システム成立の条件は何か、地場の商慣行体質とグローバルな国際金融市場の性格は如何なるルール、情報、信用基準、通貨政策で有効に調整され得るかが点検されねばならない。

IMF 及び世界銀行は危機自体は民間市場の問題と見なし、国際支援の conditionalities として相変わらず、マクロ経済諸指標の安定化と価格貿易金融の一層の自由化のみを各国一律に求めている、国別特質に応じた金融機能改善と有効なシステム作りへの具体的 advices、地場情報、商慣行、金融実務、制度構築面での調整指導力と知恵が不足している。一般的にも途上国での内外通貨金融システム不備の故に発生した危機であれば国際金融の専門家として事前にローカル事情に適合した工夫と指導能力を発揮して具体的、且つ有効な制度システム<sup>8)</sup>の導入による改革の実現に誘導していくべきものとする。

7) 日本のビッグ・バンが成功するかどうか金融市場としての金融仲介能力如何に掛かっている。これは主として金融面の規制緩和、特に金融商品の開発による投資物件の品揃え次第と言える。97年7月本上復帰を果たした香港も、今後中国企業による資金調達要請にどう応え審査格付け基準を明示確立して、中国元との通貨流通バランスを調整し、香港ドルの安定と、アジア地域内に大きな波乱を起こし得る元切り下げリスクに、如何に対応し得るのか、通貨政策の手段と独立性が問われて行くと言えよう。

8) 通貨危機は経済全体の機能不全を促進し社会不安と不平等性を一段と拡大する。危機の基本要因は途上国成長に有効な為替相場制度と特定通貨当局の金融規制を質量共に受けていない国際短資市場との流動性調整能力にある。本稿の目的もその具体案提案にあるが、一般的に経済学としては伝統的な efficiency と equity の基準に偏っていて、市場機能のうまく行かないのは全て market failure と見なしているが、内外情報の非対称性や金融技術、文化体質、制度面での過剰なまでの excessive 格差が資源の有効配分を distortion している現実の invisible hand の持つ限界についての分析が不足している。市場間の破壊力調整手段、更には旧来の事後的 ex-post 相関分析から進んで、事前 ex-ante の制度機能整備、変数評価が曖昧であると、現実的な政策指導が

要するにアジア共通の危機体験で得られた学習効果は次の諸点にまとめられよう。

- (i) IMF はかねてよりマクロ経済変化の早期予知システム (EWS) の確立を唱えていた。1989年の累積債務削減 DDSR 交渉の際にも、又、近時点ではメキシコ94-95年の危機の時にも、大々的に EWS の必要性が主張されていたが、何時も目の目を見ない結果に終わっている。その背景には、債務国側が一般的に情報開示を渋って居る実態と市場 dealer による指標の解釈判断が不測の混乱を呼ぶ恐れのある点、市場経験に乏しいエコノミスト間でも技術的にコンセンサスが採りにくい事情、それに IMF 自体にも特権的立場の擁護がある等と見られている<sup>9)</sup>。

予知システムとして市場が公平且つ定期的に最低限必要とする基本指標の開示は次の点に絞られて良い：

- (i) マクロ経済指標：インフレ率、失業率、財政赤字、国際収支表（経常、金融別）、通貨供給量；

と有効性に欠ける (government failure)。金融は実物経済に長期的影響は与えないとの意見があるが、途上国為替相場水準は、貨幣賃金率の硬直的な先進国と異なり、実物投資に大きな影響を中期的に与え得る。経済分析にはこの四点の Es についての視点が不可欠である。為替管理自由化の千頭百足、インドネシアやタイのシステムの様に、失敗と認められるのであれば (注5)、域内では ADB 乃至日本の主導で、Prudential Regulation の及ばないオフ・ショア金融市場との調整対応策を国毎に組織化して行く事が期待される。その基本は、中長期的なアジアの成長目的に有効な為替金融安定化手段として何が基本に考えられるべきかと言う視点と、volatility の高い短期性資金の excessive な流出入調整手段としての通貨政策、及び地場金融機関の経営技術に見合う prudential な制度仕組として ex-ante に配慮すべきルールの基準は何か、と言う視点が欠かせない。外貨 ALM の指導もこの範疇に入るであろう。

9) 予知システムの具体例として言えば、1990年3月銀行諮問委員会 BAC が、メキシコの依頼と Brady 米財務長官勧告に従い、債務削減契約 DDSR 締結の際に条件として、提示された四つのガイドラインがある：(a) マクロ経済の安定化 (価格貿易自由化、財政赤字の縮小、インフレ率の抑制等)、(b) 有効な資本逃避対策を採り国内貯蓄を向上させる、(c) 債務の株式化を促進する、(d) 投資環境を改善する、の四点。(これに (e) 競争促進による銀行部門の効率化、が加われば完璧であった。) 交渉相手は国債局長、現大蔵大臣 Angel Gurria である。その際もこれが履行されないと4年後には必ず資本流出の恐れがある旨申し渡し済みであり、94年暮れに始まったテキサス通貨危機は端的にその予告通りに発生したもの過ぎない。米財務省が95年春メキシコ救済を自前でやらざるを得なかった理由は、勿論、NAFTA メンバーとしての政府債務救済の意味があるが、90年正式に IMF 民間共同で付した条件の不履行と言う背景もあったと考えて良い。



(ロ) 対外資本取引(出入)実績大分類:株式、債券、融資;先物債権債務  
見合取引高;

(ハ) 対外債権債務総残高表:民間非居住別、及び公的部門、大口満期予定  
表;外貨準備;

(ニ) 金融制度、為替管理、手続変更の主要点。

原則、独立機関として中央銀行が四半期毎に発表する事で足りる。通常(イ)(ニ)は open に入手可能であるが、長期の為替相場趨勢を事後的にも捉え置くためにも、インフレ率は、GDP 及び輸出デフレーター双方による PPP 計算が必要である。(ロ)(ハ)の先物取引引きや大口満期予定の開示には抵抗のあることが予想される。その場合当然乍ら外国銀行としては容易には融資の繰り延べや救済支援等には応じ難い点は事前に理解されねばならない<sup>10)</sup>。

如何なる場合と言えども IMF や Stand-by Facilities を提供している agents には対外ポジション詳細を定期報告し、その surveillance 乃至 consultation を受けるべき事には変わりない。タイ、フィリピン中央銀行の失策はその具体例である。これら諸国の統計が往々にして一貫性のない点も IMF の指導力が問われて良い。

(ii) 97年来の通貨危機はマクロ的には過大な短資の出入りとこれを放置した金融政策の拙劣さにあるが、基盤としては国内銀行機能の未熟性に求められる。一般に中央銀行は価格安定、金融円滑化、信用秩序の維持を目的とするが、これを発券機能、銀行の銀行(最後の貸し手)、政府の銀行(財務代理人)と言う役割を通じ、通貨供給の質的量的な面での適切な調節を実現する事にある。従って信用の膨張、収縮や金融システム変更時に発生しやすい銀行破綻の回避、平常時でも中央銀行は民間銀行による特定企業グループへの大口貸付、短期借り長期貸出し構造のミスマッチ、行き過ぎた株式、不動産、海外投資、為替投機、オプション取引きについては、systemic risk 防止の見

10) 少なくとも日銀短期観のようにグロス・ベースでも定期的に公表する仕組みが妥当。コメントは通常不要。

地から、事前の指導、考査、監視を行使すべき責務を持つ。

市場面から一般的に言えば、(1) 国内金融仲介機能の効率化促進、(2) 銀行や金融機関の経営監督、(3) globalization に伴う内外流動性格差の調節機能の向上、(4) 非居住者資金取引目的、computer trading、証券化、derivatives 商品取り扱いについての情報開示、が求められる<sup>11)</sup>。

インドネシア、タイ、韓国では明らかに経常赤字で、市場標準、金融政策、自己資本、技術能力を過大に上回る外貨取引があり、国内市場全体としても流動性調節機能の欠如が systemic crises に連なった。途上国の場合、銀行ライセンスは自己資本比率や国際金融技術の高い銀行と、国内預金貸出し業務を中心とする銀行、及び信用やプロジェクト審査能力の面での違いを勘案して、銀行の営業範囲を限定することが必要である。途上各国の金融深化の程度にもよるが上記四点からの銀行監督、及び情報収集は不可欠である。勿論、銀行による株式の引受け業務は insider trading にもつながり易く、又、銀行資格要件を満たさないノン・バンクによる実質的な外貨建て貸し出しも通貨調整や systemic risk の懸念ある市場では許可されるべきではない。特に市場情報の不足している途上国で為替銀行主義が必要とされる理由はこの辺にある。過剰な短資の急激な出入りこそ途上国市場の資金効率を破壊する要因である。

(iii) 銀行業は400年もの歴史を持っており、継続的な業務拡大活動には古来四つの原理が守られねばいずれは営業の縮小、乃至、行き詰まりに直面することが知られている：(イ) 市場信用力と審査能力の信頼性、(ロ) サービスの質的水準と範囲、(ハ) 着実な営業利益の向上、(ニ) 資産内容の多様化、がそれである (Sunamura [1992])。

11) このため内外市場格差の大きい途上国市場では、外貨取引引き、とりわけ非居住者勘定についての当局によるポジション把握は必須である。銀行ライセンスも、当然乍ら自己資本比率、審査能力、金融仲介能力、取引技術により、少なくとも二、三段階に分類して、連結ベースで自己資本比率に比例した免許供与が指導されて良い。国際的には Prudential Banking Regulation として自己資本比率 (BIS accord: 8%) を中心に、流動性比率、一社当たり貸出限度、預貸比率、株式土地の保有制限、ネット為替ポジション、債務保証限度等があり、自己資本比率以外は国により多少の相違が見られる。その他一般的には企業の会計基準と監査慣行に従う (GAAP, General Accounting & Auditing Practices)。

途上国銀行経営者は先ずこの認識の上に、国際的基準となっている Prudential Banking Regulation の順守や現行 BIS accord では企業与信や信用リスクは一律に見なす等の点は改正を要するとしても実質的に自己資本比率を8%以上に高めることで、営業範囲の許可を得て信用審査、経営能力の向上を通じ実績を示す事が先決である。これは不特定多数の大衆預金を集めて自己採算に立って投融資ビジネスを行うと言う公的性格と経営責任のあり方に由来する。

近年、globalization と securitization の進展や derivatives 商品の登場により、金融行政も自己資本比率を中心に、内部監査の徹底、公的監視コストの削減、民間自体の risk 計算の徹底、を中心に deregulation を進めるべし (Lindgren et al. [1996]) と、されているが、更に市場参加者には厳格に自動決済システムの時限厳守等の明確な金融インフラ活用上の罰則規定を適用することも必要となる<sup>12)</sup>。

(iv) 経常収支の赤字補填に必要な額を超える短資流入は為替を割高にとどめ、不動産株式など非生産的目的に活用される恐れが強いので、国内流動性の不胎化政策を売りオペで行うか (swap に加え各種物件 instruments に限界あるが)、外貨建て中期債購入のみ認めるか、或いは短資流入には通貨供給統御の視点から、例えば外貨準備高等より少な目に流入資金量を抑制すべく非居住者預金の準備金積立て率を引上げて、コスト面から短資取入れの採算を低下せしめる等の方策が有効であり得た筈である (Johnston et al. [1997])。急激且つ大量の非居住者資金の流出入に対しては、利子平衡税か Tobin [1978] tax の適用も途上国では有効と考える。途上国では自国市場 absorption

12) インドネシア、ベトナムなど途上国の金融市場機能や運営技術は未だこの水準に達しているところか、先ずは既述の銀行経営の基本原理解に習熟する事が前提必要条件である。国際市場との直接取引は自己資本及び技術能力の範囲内で行うべきルール作りを具体的に指導もしないで、資本自由化に手順 sequencing は不要とする IMF エコノミストには、プロとしての実務能力評価に疑問を生じさせる。国際資本の性格は元々、基本的に膨大な資金動員により市場弱点と格差を即座に突いて、短時間に特定の投機的利鞘を大きく稼ぐ cherry picking にあり、途上国には弱肉強食の国際市場での対応能力の習熟、通貨量調節法、為替政策、堅実なローカル市場機能作り、緊急時の資金支援手段を準備させ、ex-ante の指導もしないでは、対等の資本市場参加、従って効率的自由化にはならない。有効な国際市場への適応の手順は国毎にあって良いのである。

能力を超える急激大量の短資移動に対しては有事規制として一時的にせよ為替管理の導入も許容されて良い<sup>13)</sup>。

以上要するに、現状の何れの通貨当局の金融調整の対象にはなりにくい“non-system”とも呼ばれる巨大な国際短期資本市場での資金移動を前提に、貯蓄、乃至流動性補填の便益は受けながら資本自由化を進めようとする途上国、市場経済移行国、又は開放小国は、国内金融技術未熟、且つ市場狭隘の故に、内外資金交流調整の手段を出来得る限り準備しておくことが市場取り引き成立の基本条件となる。

それには先ず、(イ) マクロ経済 fundamentals の健全化 (特にインフレ率、経常収支、財政赤字幅、失業率) に最大の努力を払う；(ロ) 国内通貨供給の動向と内外資金の出入りの規模に合わせて可能な限り流動性調整手段として公開市場操作等を極力実行、(ハ) Prudential Banking Regulation の下、為替銀行主義を採り自己資本比率に応じて為替高規制、土地、株式投融资制限を行う、(ニ) インフレ傾向、又は投機<sup>14)</sup>の気配ある場合は、一時的な変動相場制 wider

13) 現実にはアジアでは証券投資と銀行短期融資分を合わせ、96年には676億ドルが流入、97年には329億ドルの流出と一年間に GDP の一割相当を超える出入りがあり (IIE, Jan. 1998: Capital Flows to Emerging Market Economies) 未熟な開放小国の通貨市場を攪乱させたと言える。過大な短期性投機資金の流出入に際してはTobin tax 0.1%程度の導入は固定相場制維持に有効であるとされている (Olivier Jeanne, in Andersen & Moene [1996])。仮に、外為取引量が地場市場で多少減少する犠牲を払っても短資の市場攪乱によるデメリットを避ける方の意味が大きい。又むしろ、地場市場が耐え得る外貨の出入量はこの程度であるとの態度を毅然として示す事も貨幣自主権の一環である。

14) 投機は通常、先物、アウトライイト、オプション等に現れ、ヘッジ又は反対取引引きで損得を手仕舞う。平常時なら市場動向を先触れる指標となり、適量であれば市場均衡化要因となるが、大量に且つ一方に、取引引きを拡大する時は市場の破壊要因となる。そもそも為替管理は、英法ベース (香港、シンガポール、マレーシア) のものは、英連邦内取引引き決済優先の目的で外貨使用を極力節約しようとするものであり、日本式も多くは英法の規制を備えているが、特に非居住者による自国通貨建て債権の取得を通じ投機目的に利用される事態を極端に恐れており (ユーロ円建て取引引き等)、日本も1980年末には為替管理法撤廃と言いながら有事規制は残すなど、完全な自由化措置はビッグ・バンを控えた98年4月まで遅れる事となった。韓国も日本式に近かったのに、IMF 勧告に従い米エコノミスト流に資本自由化を進めたインドネシア、タイと同様、近年急速全面自由化に踏み切り、国際市場の信用が低く、取引きに不慣れた財閥系銀行が短資取入れに奔走した結果、期限到来と共に繰延べを認められず、大規模な資金引き揚げとなって債務履行力に限界が来たものである。歴史的経緯や国内金融市場の規模、能力を超えて、管理法の自由化手順に配慮せずに自由化すれば地場慣行や国際市場レベルとの間に過剰、或いはノ

band, 又は crawling peg への移行, 非居住者預金勘定受け入れに対する法定準備率の適用, 要すれば利子平衡税の導入も行う, (h) 途上国能力以上, 又は有事の場合には内外の過剰 gap 調整手段として為替管理の実施も通貨政策の一環として行う事は許容されて良い。更に (i) 国内金融活動に伴う情報入手, 信用照会, 担保破産法等の法令集, 財務会計, 商慣行, 格付け基準については, 政策方針の提示として, 公的パンフレットに集約して外資系機関に交付しておく配慮も必要である<sup>15)</sup>。

その上で米ドル本位制下での相場激変の影響を三点に分けて捉えておく必要がある。

(a) 上述の様な外貨資金流入の規模と国内金融市場安定化のための流動性調整能力の問題, (b) 基軸通貨米ドルと自国通貨の相場変動の調整機能(金利差, インフレ率, 外貨の流出入など), (c) 三大通貨(ドル, マルク, 円)相場間の激変による自国相場への影響, 特にベッグ制採用の場合である。(a)(b)は既述の通り, 外貨準備, 為替ポジション規制, 予備的借入れ能力, 金融引き締め程度, 及び柔軟な相場変動幅の拡大, により対応可能であるが, より安定的な中期の成長目的達成には, やはり(1) 価値安定基準, 或いはリンク通貨の見直しを要し, (2) 何よりも中長期の資金調達力安定化がカギを握っている。この面での適切な対応により中期の金利の安定化を図ることが出来れば, 短資の出入りによる裁定余地をも一定範囲内に抑える事もかなりの程度は可能となる。

、無理なギャップが生じ得る例を如実に示したものである。

15) 例えば, 外国格付け会社は通常, 既存の財務諸表分析から業務開始するが, 判断基準となる指標が先進国と殆ど同じで, 経営基盤の未熟な途上国企業のローカル市場での信用評価基準とはなりにくい。特に業務計画, 技術評価, 市場消費嗜好, 労働慣行, 地場人材の評価等が不十分な点は, 予め指摘されておく事も文化的差異として必要。中国やベトナム企業の内外市場資金調達は, 欧米の信用基準では殆ど不可能で, 地場の商慣行や信用基盤の要因を自覚せずには取引の適正さを欠く。投融資側についても同様である。民間は当然自己のリスク採算で財務を運営するが, 内外市場の交流の適正さや仕組みについては, 政策当局として制度システム上の責任を有する。80年代やアジアの累積債務問題を単なる民間市場問題と見なす国際金融機関には問題が多い。

### III 資本の自由化と内外均衡達成の要件

要するに途上国一般の通貨危機、具体的には内外資金の自由且つ過剰な交流の調整には、国内通貨政策上、量的調整手段、金融機能、乃至、金融技術レベルに応じた Prudential Banking Regulation、為銀資格基準、持高規制、local rules があって良い。特定通貨（ドル）の自国内事情に基づく金利政策等による内外資金の出入りの量、頻度、タイミング及び為替相場の激変は、途上国にとり、市場構造と投資や成長に与える影響が、先進国とは比較にならないほど甚大であるからである。

自由な国際資本移動と両立する為替政策は、理論的には、変動為替相場制度にあるであろう。内外均衡は自動的に達成され、貿易、投資に開放的であれば相場も金利も内外市場と一体的に決定されると想定される。自由化は本来、資源配分効率化の機会を拡大し、潜在的に経済厚生を高め得るチャネルを与える。しかし貨幣賃金率や生産要素、tradables 価格の硬直性、及び non-tradables の占めるウェイトは先進国間でも大きく異なる。まして途上国のそれとは大きな差異があるので相場変動の効果は一概には論ぜられない。長期投資ならともかく、特に短資の大量出入りは、金融機能も低く、製造工業の多様化も進展していないローカル市場のメカニズムを単に攪乱するだけである。途上国での資本自由化には、自国本位の金利為替政策が採られ得る先進国とは、同次元では論ぜられない問題点が少なくとも基本的に三点ある。

第一に、途上国経済の所得、資本蓄積及び投融资、審査技術水準は、先進国レベルから見て格段に低く、為替相場、金利、資金量の急激な乱高下 volatility が続くと、貿易及び国内投融资の採算基準を絶えず変更させ、開放小国内の正常な取引、投資、従って安定成長を阻害する要因となり易い点である。為替相場は、理論的には monetary approach, portfolio approach、或いは macroeconomic approach 何れに整合性を求めるにせよ、市場の dealer からすれば、現実の需給構成要因：(イ) 経常収支の累積（輸出競争力を反映）、(ロ) 通貨

供給の事情（主に実質金利差を反映）、(v) 国際証券取引額（投資家評価の反映）、により左右される。まして今や外為取引きの95%が資本取引で、金融動向判断次第でデリバティブ活用により運用範囲や資金量の増幅が自由に可能である海外投資家は、通信、情報、金融技術の発達している今日、内外市場状況の比較をこれらの要因分析に立って行い、出来る限り他に先行して大きな利得を収めるべく、予測されるファンダメンタルスの指標で通常考えられる以上の資金稼働力で overshoot してまでも、大量の投資 commitment を行う。

投機筋は先物オプションのヘッジから入って、採算目途の立ったところで、自己信用力をテコに短期性資金を調達して、資金の出入り又は裁定取引きを逆転する事で高い利得率を収めようとする。量的規模だけでも出入りにより小国の金融市場を攪乱させ、長期の健全な国内投資採算を狂わせる。国際市場から見て金融機能が未発達、市場狭隘、且つ鈍重な政策感覚の途上国市場は格好の稼ぎ場となる。短資の出入り、相場の急変は明らかに成長阻害要因でしかない。投資目的次第で資本自由化は論ぜられねばならない。短期と長期の資本は識別出来ないと言う議論があるが、少なくとも直接投資、ODA、中長期の債券投資では配当、利息を受け取るための届出が必要であり、通常なら債券価格なり利回り状況が市場の流動性状況を反映し、金融政策面からの対応も容易となる筈である。やはり短期に積上げられた非居住者預金の使用目的が問題なのである。

問題の第二は、国内市場が国際交流面で同じ level playing field に立ち得るにはそれ相応の能力水準を有するか、実力に応じた rules of the game が適用されて初めて fair play も可能となる点である。現実には世界の市場情報の収集分析、為替操作、先物金融技術、動員可能な資金量、信用ネットワークの点で途上国側には歴然たる力の違いが存在する。政策面で言えば、国内均衡安定以上の相場の変動や資金移動に対しては、新興国市場当局は、動向を的確に捉えて、(i) 出入り資金量、又は相場変動により調整を図るか、(ii) 短期間にせよ投資コストを操作する仕組みを工夫するか、(v) 国際資金の流れ自体を変え

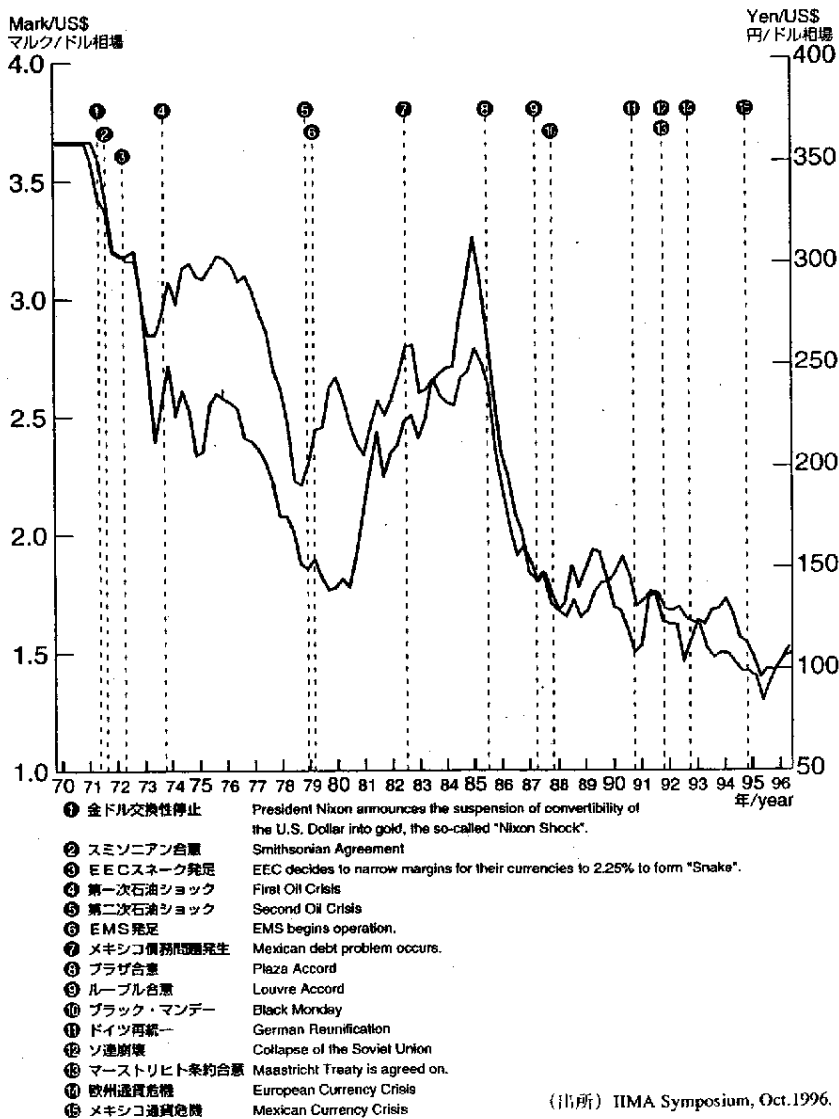
るか、の基本的対応調整を迫られる。個別の金融関係者についても自己資本並びに能力に応じた外貨取り引き持高規制があって良い理由もここにある。92年のボンド危機の例も BIS の求める規制もこの辺の状況を物語って居る。まして途上国については、短資取引を中心に、それ以上の為替管理面からもルール調整の可能性が許容されて良い。

資本自由化第三の問題は、国際金融取引の約 2/3 が依然米ドル建てで、1997年末現在で 1 兆 3224 億ドルもの純債務国（米国商務省 6 月末発表の対外資産 5 兆 71 億ドルに対し、対外債務は 6 兆 3295 億ドル）の通貨ドルが基軸通貨、或いは価値基準として通用している点である。しかも実質金利（最優遇貸出し金利を GDP デフレーターで割り引いた金利等）が 8 % を超える水準で海外資金を吸収し、それ以上の利鞘を稼ぐべく、内外に資金分散仲介の機能を果たすには、かなりの金融技術的困難も伴うのが現状のドルのポジションである。1973 年以降もその対マルク、円相場は相対的に減価して価値基準としての意味は相対的に減退している現実であるが（第三図）、*de facto* の国際通貨として決済、交換に使用され、海外保有のドル資金は往々にしてオフ・ショア市場を経由して短期性資金として大量に各地で投融資に活用されている。信用創造、為替ポジション、オプション取引の質量面で基本的に本国市場ほどのマクロ金融政策も銀行規制も及ばない“non-system”とも言うべき状態で自由市場を形成している。

ちなみに、SDR の様な国際的規模での *numeraire* は中立的価値表示としては使用可能であるが、信用創造機能や金融便宜が欠如、*lender of last resort* (LLR) も不在、それに通貨特権を握る米国の賛同がない限り、政治的にも民間では活用され得ない。この様な背景で、趨勢的に価値が減価、金利と為替政策も専ら国内事情を反映せざるを得ない純債務国通貨米ドルを基準にし、その短期性資金の自由な出入りに対し、有効な内外均衡のための為替相場制度を模索せざるを得ない途上国の負担は過大と言わねばならない。途上国は安定的な資金の出入りと、適正な為替相場、国内成長政策に相応しい金融調整策を必要



第三図 円・ドル相場、マルク・ドル相場の長期動向(四半期平均)



としている現実なのである<sup>16)</sup>。

- 16) ちなみに1997年の途上国への民間資金流入額は1730億ドル (World Bank [1997] *Private Capital Flows to Developing Countries*) で、世界の金融資産ストックを50兆ドルと見ると (世界の株式市場額20兆ドル、債券市場総額20兆ドル、これに国際銀行の貸し出し総額10兆ドル: BIS, Feb. 1998: *International Banking and Financial Market Development*, を合わせれば総額は凡そ50兆ドルと推計されよう)、0.4%足らずが流入しているに過ぎない。一日当たりの外為取扱い高が1.2兆ドルを超えて居る市場規模を (BIS survey, 1995) 合わせ考えるとわずかな資金移動でも途上国金融市場の均衡は十分に攪乱され得るパワーを持っている。今や外為取引全体に占める経常取引は5%で、資金取引が95%を占めて居る時代である。通常なら開放小国は外貨資金の受け入れと貸し出しは ALM 上、オフ・ショア勘定に集中させ、国内市場とは取引引きを峻別して国内金融への影響を遮断する規制が望ましい。タイ、インドネシア、ロシアなど金融機能や審査能力も未熟な市場で、Prudential Banking Regulation も徹底されていない銀行が、自己資本能力等を越えた為替高ボジションで、内外資金取引を活発に行ったために営業困難に陥ったとしても不思議はない。変動相場制の持つ自動調整作用は貨幣資金率や non-tradables 価格の硬直的な先進諸国では認められるとしても、途上国市場のように市場規模の小さい国が外貨資金の出入りで、市場流動性が大幅に変動する場合には、正常な投融资や商工業取引の採算を阻害して、通常はインフレ的となり易く、安定成長にも支障を来す。従って発展途上国で特にインフレや外部ショックによる急激な金融変化に弱い経済では、安定成長のために為替相場の中期的安定化が優先選択されねばならない。

アジアは実質的にドルとの連動性により、世界の貯蓄、資金と生産技術を取り入れ、生産力の向上を通じ輸出工業化を進めて高度成長を遂げて来た。ドル・ペッグ制ではドルが安定化要因 anchor となって途上国内インフレ期待も抑制され得る。固定相場制度では IMF Monetary Model (注2) が説明式となっていて、外貨準備高と外貨借入れ能力のみが国内通貨政策に裁量を持たせるが、借入れコストが財政的にも負担になると、相場変動も多少は柔軟性を持つ必要がある。資本の自由化は市場統合を促し、理論上は資金の効率的配分と資産多様化の機会を拡大提供するが、先進国と途上国夫々に市場機能が大きく異なるところでは、格差の故に不安定化要因となる。やはりマクロ経済 fundamentals の健全性、金融仲介の銀行部門に堅実性が認められないと投機を誘発する契機となる。通貨政策上の裁量を高めるものとして、多少なりとも変動ある余地、柔軟に調整可能 adjustable な仕組み、或いは wider band の為替相場制を採って居れば不測の事態への対応能力も増す。ペッグ制の下では通貨政策は二次的な役割しか持ち得ないが、ショック要因に対しては財政政策、特に政府支出抑制や税率変更で柔軟に対応する必要がある。逆に変動制下では独立した通貨政策が効果的であるがインフレ的となりやすい。一般的にインフレ率の高い途上国の場合、価値安定 anchor としてドル・ペッグ制による credibility の保持が有効である事は多いが、極端なインフレ下では市場が経済のドル化 dollarization (後述) を進める事になる。国内インフレ率が米国内インフレ率より高い国ではドルを価値基準として使用する意味もあるが、逆の場合、インフレ率がドルよりも一般的に低い国では、ドルは価値基準とはなり難い。各々香港、シンガポールが良い例を示している。過剰な資本の流出入には変動制での対応が理論的には自動調整機能が動き有効と想定されるが、中期的には依然として輸出をベースとした工業化を通ずる成長を目的とするアジア諸国としては、前記の学習経験を踏まえても、やはりペッグ制をとりながら多少の柔軟性を持つこと、外貨準備の適正な積み立てと借入れ能力の範囲拡充、更に多少の変動幅の拡大 wider band により、実質的な内外均衡の手段を備える事が現実的と考えられる。インフレの累積 (PPP に表示される) には ex-ante に crawling peg を採用して調整、中長期借入れ債務を安定的有利に拡大して、弾力的な通貨支援体制を組織化出来れば、市場対応力は一段と強化しよう。

一般に貨幣貸金率や non-tradables 価格が途上国に比べ硬直的な先進国が自国都合優先の金利、為替政策を採るならば、tradables の輸出を中心に工業化を進める途上国としては、価値安定の基準を中立的な貨幣計算単位に求め、中長期資金調達を安定的に図る事は成長への必要条件である。生産目的の投資と輸出拡大により債務の返済能力向上に寄与する場合には、短資依存体質は縮小され、リスク・マネー流入も小範囲に抑制され得る。安定的な為替相場制度と中長期資金の調達が途上国成長のカギを握っている。(次号に続く。)

#### 参考文献

- BIS [1998] *International Banking & Financial Market Development*.
- Calvo, Guillermo A. [1996] *Money, Exchange Rates, and Output*, MIT.
- [1997] "Varieties of Capital Market Crises," in G. A. Calvo & Mervyn King ed., *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, St. Martin.
- Caprio Jr., Ferard & Demirguc-Kunt, Asli [1997] "The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence," World Bank.
- Caramazza, Francesco, Aziz, Jahangir [1997] "Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries," *IMF World Economic Outlook*, October, 1997.
- Claassen, Emil-Maria [1996] *Global Monetary Economics*, OUP.
- Eichengreen, Barry [1994] *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Brookings. (藤井良広訳『21世紀の国際通貨制度』岩波書店, 1997年)。
- Eichengreen, Barry, Rose, K. & Wyplosz, Charles [1996] "Contagious Currency Crises," CEPR DP No. 1453.
- Fernald, John, Edison, Hali & Loungani, Prakash [1998] "Was China the First Domino? Assessing Links between China and the Rest of Emerging Asia," FRS No. 604.
- Goldfajn, Ilan & Mathieson, Donald J. [1997] "Are Currency Crises Predictable?," IMF WP/97/159.
- Hardy, Daniel C., Pazarbasioglu, Ceyla [1998] "Leading Indicators of Banking Crises: Was Asia Different?," IMF WP/98/91.
- IMF [1997] *International Capital Markets*.
- [1997 & 1998] *World Economic Outlook*.

- [1998] *Hedge Funds & Financial Market Dynamics*, Occasional Paper No. 166.
- 井上伊知郎 [1997] 「アジア通貨取引とタイ、インドネシアの為替相場制度変更（上）（下）」『金融ジャーナル』1997年2月、3月号。
- Ize, Alain & Levy-Yeyati [1998] "Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implication," IMF WP/98/28.
- Johnston, R. Barry, Darbar, Salim M. & Echeverria Claudia [1997] "Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand," IMF WP/97/157.
- 関 志雄 [1996] 『円圏の経済学』日本経済新聞社。
- 河合正弘, QUICK 編著 [1996] 『アジアの金融・資本市場』日本経済新聞社。
- Krugman, Paul [1991] *Has the Adjustment Process Worked?*, IIE.
- Lindgren, Carl-Johan, Gillian Garcia & Matthew I. Saal [1996] *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, IMF.
- McKinnon, Ronald I. [1996] *The Rule of the Game: International Money and Exchange Rates*, MIT.
- McKinnon, Ronald I. & Ohno, K. [1997] *Dollar & Yen*, MIT.
- Milesi-Ferreti, Gian Maria & Razin, Assaf [1998] "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities," IMF WP/98/89.
- Mundell, R. [1961] "A Theory of Optimal Currency Areas," *American Economic Review*.
- Nelson, Richard R. & Pack, Howard [1997] "The Asian Miracle and Modern Growth Theory," World Bank.
- Olivier, Jeanne [1996] "Would a Tobin Tax Have Saved the EMS?," in Andersen, Torben M. & Moene, Karl O., *Financial Liberalization and Macroeconomic Stability*, Blackwell.
- Polak, Jacques J. [1997] "The IMF Model-A Hardy Perennial," *Finance & Development*, IMF, Dec. 1997.
- Sheng, Andrew [1996] "Managing the Risks of Growth: Hard Money and Resilient Financial Systems," BIS.
- 島野卓爾 [1996] 『欧州通貨統合の経済分析』有斐閣。
- Strange, Susan [1971] *Sterling and British Policy—a Political Study of an International Currency in Decline*, OUP. (本山美彦他訳『国際通貨没落過程の政治学』三嶺書房, 1989年)。
- Sunamura, Satoshi [1992] "The Development of Main Bank Managerial Capacity" in

Aoki, M. & Patrick, H. ed., 1994: *The Japanese Main Bank System*, OUP.

Tobin, James [1978] "A Proposal for International Monetary Reform," *Eastern Economic Journal*, Vol. 4, July-October.

World Bank [1997 & 1998] *Global Development Finance*.

——— [1996] *Managing Capital Flows in East Asia*.

——— [1995] *The Emerging Asian Bond Market*.

湯野 勉 [1996] 『金融リスク管理と銀行監督政策』有斐閣。